

**Akademia  
Ekonomiczna  
w Krakowie**

**Zeszyty  
Naukowe**  
nr 565

**Prace z zakresu  
rachunkowości  
finansowej**

**Kraków 2002**

Senacka Komisja do spraw Wydawnictw

Ryszard Borowiecki, Zofia Cichoń, Zofia Dach, Zbigniew Dresler,  
Andrzej Gajewski, Kazimierz Lankosz, Adam Stabryła (przewodniczący),  
Jan Szpak, Zygmunt Szymła, Jan W. Wiktor, Michał Woźniak,  
Barbara Wyjadłowska

Recenzent

Danuta Sołtys

Redaktor naukowy Zeszytu

Zbigniew Dresler

Projekt okładki i układ graficzny tekstu

Marcin Sokółowski

Przekład streszczeń na język angielski

Jasper Tilbury

Redaktor Wydawnictwa

Barbara Cichoń

© Copyright by Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 2002

ISSN 0208-7944

Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie

31-510 Kraków, ul. Rakowicka 27

Pracownia Poligraficzna Akademii Ekonomicznej w Krakowie

31-510 Kraków, ul. Rakowicka 27

Objętość 10,5 ark. wyd.

Nakład 120+20 egz.

Zam. 264/2002

## Spis treści

<i>Bronisław Micherda</i>	<b>5</b>
Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych w analizie finansowej	
<i>Elżbieta Pogodzińska-Mizdrak</i>	<b>23</b>
Tendencje i perspektywy harmonizacji rachunkowości	
<i>Halina Soczówka</i>	<b>39</b>
Przedsięwzięcia inwestycyjne gmin w świetle przekształceń systemu finansów publicznych w Polsce	
<i>Marta Stępień</i>	<b>53</b>
Rachunkowość a ochrona środowiska	
<i>Jerzy Hejnar</i>	<b>69</b>
Wymogi Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w zakresie rozliczania umów długoterminowych	
<i>Mariusz Andrzejewski</i>	<b>85</b>
Polskie propozycje rozwiązań w zakresie sprawozdań finansowych jednostek powiązanych a Międzynarodowe Standardy Rachunkowości	
<i>Agnieszka Herdan</i>	<b>97</b>
Prawne uwarunkowania łączenia się podmiotów gospodarczych w Polsce	
<i>Krzysztof Jonas</i>	<b>111</b>
Wartość jednostki rozrachunkowej jako wyraz efektywności inwestowania Otwartych Funduszy Emerytalnych w Polsce	

Konrad Stepień

Rachunkowa i podatkowa identyfikacja przychodów jednostki gospodarczej

Ewa Babuška

Problemy wyceny w rachunkowości

Małgorzata Kowalik

Ryzyko w działalności bankowej

Bronisław Micherda

Katedra Rachunkowości Finansowej

# Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych w analizie finansowej

## 1. Wprowadzenie

Rynkowy sposób gospodarowania charakteryzuje szerokie wykorzystanie właściwie rozumianej rachunkowości w procesie zarządzania jednostkami gospodarczymi. Integralną częścią rachunkowości jest analiza finansowa, służąca do interpretacji tworzonych w rachunkowości danych i realizująca tym samym analityczną funkcję rachunkowości. Funkcja ta wspomaga funkcję informacyjną, a także wiąże się ściśle z właściwie rozumianą funkcją kontrolną, wskazując równocześnie na kierunek ich rozwoju do funkcji stymulacyjnej, tj. oddziaływania rachunkowości na rzeczywistość gospodarczą<sup>1</sup>. Wydaje się bowiem, że nie można oddzielić procesu tworzenia w rachunkowości liczbowego obrazu rzeczywistości gospodarczej od poprawnej interpretacji tego obrazu.

Szerokie wykorzystanie rachunkowości w biznesie jest zasadniczą przesłanką jej nieustannego rozwoju w gospodarce rynkowej. Proces ten dostarcza również licznych dowodów świadczących o potrzebie i możliwości integracji analizy finansowej i rachunkowości. Integracja ta czyni z nich spójne i przydatne praktycznie narzędzie racjonalnego gospodarowania, dające podmiotom gospodarczym szansę funkcjonowania w trudnych warunkach rynkowych.

Wydaje się, że w kontekście obserwowanych tendencji integracyjnych rozwiązań systemowych stosowanych w Polsce z rozwiązaniami funkcjonującymi w krajach o gospodarce rynkowej, również u nas analizę finansową należy traktować jako integralną część szeroko rozumianej rachunkowości. Nie wyklucza to możliwości wykorzystania dorobku metodologicznego analizy ekonomicznej

<sup>1</sup> Por. B. Micherda, *Stymulacyjna funkcja rachunkowości*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie, Kraków 1985, nr 207.

*Agnieszka Herdan*

Katedra Rachunkowości Finansowej

# Prawne uwarunkowania łączenia się podmiotów gospodarczych w Polsce

## 1. Wprowadzenie

Nasilenie się procesów globalizacyjnych w ostatnich latach sprawia, że coraz częściej podmioty gospodarcze podejmują różne działania integracyjne pozwalające na osiągnięcie większych zysków m.in. dzięki lepszej sprawności działania i obniżeniu kosztów. Sprawia to, że fuzje i przejęcia stały się nieodłącznym elementem gospodarek zarówno krajów rozwiniętych jak i rozwijających się.

Połączenia przedsiębiorstw nie są, jakby się mogło wydawać, nowym zjawiskiem w polskiej rzeczywistości gospodarczej. W gospodarce centralnie planowanej wielokrotnie dochodziło do różnego rodzaju połączeń i podziałów. Przekształcenia te nie były jednak wynikiem samodzielných decyzji przedsiębiorstw opartych na dążeniu do wzrostu zysku czy konkurencyjności, na jakich opierają się podmioty działające w warunkach wolnej konkurencji. Były one rezultatem decyzji administracyjnych często nie uwzględniających rachunku ekonomicznego. Dopiero w latach 90. w wyniku transformacji polskiej gospodarki nastąpiło pojawienie się nowych zjawisk, jakimi są fuzje i przejęcia.

M. Lewandowski twierdzi, że: „choć fuzje i przejęcia występują w Polsce, rzadko określa się je tym mianem. Jeżeli jednak przyjmiemy, że nabycie wiąże się z przejęciem własności i kontroli nad innym przedsiębiorstwem, to jego przykładem mogą być transakcje prywatyzacyjne. Dotyczy to zwłaszcza prywatyzacji kapitałowej. Pozyskanie inwestora strategicznego jest niczym innym jak sprzedażą pakietu akcji (udziałów), najczęściej kontrolnego, innemu przedsiębiorstwu”<sup>1</sup>. Pierwszą tego typu transakcją była publiczna sprzedaż akcji Mostostal Warszawa SA przez Elektrim SA w 1993 r.<sup>2</sup> Istota ekonomiczna

<sup>1</sup> Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998, s. 48.

<sup>2</sup> Ibidem, s. 51.

takiej transakcji jest jednak identyczna jak w wypadku klasycznych fuzji i przejęć znanych z zachodnich rynków kapitałowych. O takim postrzeganiu procesów prywatyzacyjnych świadczy wzmianka, jaka ukazała się w „Financial Times” na temat prywatyzacji FSM. Nabycie przez Fiat w 1992 r. akcji FSM za kwotę 2 mld USD jest traktowane jako jedno z międzynarodowych przejęć na rynku europejskim<sup>3</sup>.

Dążenie do przyspieszenia prywatyzacji w połączeniu z otwieraniem się polskiej gospodarki na inwestycje zagraniczne doprowadziło do zaostreżenia konkurencji. W tych warunkach polskie firmy rozpoczęły poszukiwania partnerów do przeprowadzenia połączeń. Fuzje spółek akcyjnych stały się więc w Polsce coraz częstszym zjawiskiem. Dotyczy to zarówno mniejszych, jak i większych podmiotów. Najbardziej spektakularnymi przedsięwzięciami tego typu były dwie pierwsze fuzje spółek giełdowych, tj. Polifarb-Cieszyn SA i Polifarb-Wrocław SA oraz Banku Inicjatyw Gospodarczych SA i Banku Gdańskiego SA.

## 2. Dopuszczalne formy łączenia się podmiotów

Polskie prawo przewiduje dwa sposoby łączenia się spółek, które zostały zawarte w kodeksie handlowym w art. 463:

- połączenie „przez zjednoczenie”, czyli *per unionem*, które polega na zawiązaniu nowej spółki, na którą przechodzi cały majątek łączących się spółek, w zamian za akcje (udziały) nowego podmiotu, które otrzymują akcjonariusze (udziałowcy) łączących się podmiotów,
- połączenie „przez przejęcie lub przez przyłączenie”, czyli *per incorporationem*, polegające na przejęciu przez jedną ze spółek całego majątku drugiej spółki w zamian za akcje (udziały), które spółka przejmująca wydaje akcjonariuszom (udziałowcom) spółki przejmowanej.

„Zarówno inkorporacja, jak i zjednoczenie to dwa sposoby przeprowadzenia analogicznego procesu ekonomicznego, polegającego na połączeniu dwóch lub więcej mas majątkowych, dotąd zarządzanych przez odrębne struktury (podmioty)”<sup>4</sup>. Różnice między obiema odmianami połączeń wynikają z istoty sposobów łączenia się spółek. W wypadku inkorporacji byłby prawny tracił tylko podmiot inkorporowany. W sytuacji zjednoczenia ustaje natomiast byłby prawny wszystkich łączących się jednostek, a w ich miejsce zostaje powołany nowy podmiot gospodarczy. W pierwszym wypadku działalności spółki inkorporowanej jest zatem kontynuowana przez spółkę inkorporującą w jej ramach organizacyjnych, a w połączonym podmiocie obowiązuje nadal statut, regulaminy i pozostałe regulacje wewnętrzne spółki przyłączającej. W takiej sytuacji

<sup>3</sup> „Financial Times” 1992, nr 19, s. 28.

<sup>4</sup> W. Oleś, M. Rodzyński, *Koncentracja i przekształcenia podmiotów gospodarczych. Zagadnienia wybrane*, cz. 1, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 9.

prawo nie nakazuje wyboru nowych władz spółki<sup>5</sup>, a akcjonariusze (udziałowcy) spółki przyłączanej otrzymują w zamian za posiadane walory akcji (udziały) spółki przyłączającej.

W wypadku połączenia przez zjednoczenie, czyli fuzji, ustaje byt prawny wszystkich łączących się podmiotów, co powoduje, że kontynuacja dotychczasowej działalności gospodarczej następuje na podstawie statutu nowo utworzonej jednostki oraz pozostałych przyjętych regulacji. Konieczne jest także powołanie nowego organu zarządzającego oraz rady nadzorczej<sup>6</sup>. Akcjonariusze (udziałowcy) spółek uczestniczących w połączeniu otrzymują tytuły właścicielskie w nowo powołanej jednostce<sup>7</sup>.

W sytuacji gdy połączenie *per incorporationem* realizowane jest w tzw. wariacie podstawowym, czyli z podwyższeniem kapitału akcyjnego, wówczas akcje emisji połączeniowej wprowadzane są do obrotu publicznego na zasadach ogólnych dotyczących spółek publicznych, tj. w pewnych wypadkach nawet bez konieczności uzyskania decyzji administracyjnej (zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd), o ile tylko spełnione są przesłanki z art. 63 prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi<sup>8</sup>. Chodzi bowiem o emisję akcji spółki publicznej, którą jest i pozostaje spółka przyłączająca.

W wypadku fuzji proces ten wygląda inaczej. Na skutek zjednoczenia przestają istnieć łączące się spółki, jak również ich akcje, a w to miejsce pojawiają się akcje nowego podmiotu. Wprowadzenie ich do obrotu publicznego wymaga przeprowadzenia od początku całej procedury wynikającej z przepisów prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Sprawia to, że odroczony zostaje termin, w którym akcje nowo powstałego podmiotu pojawiają się na rynku wórnym. Wynika to z faktu, że czas wprowadzenia tych akcji do obrotu wórnego będzie nieporównywalnie dłuższy, niż miałoby to miejsce w wypadku połączenia przez przyłączenie. Wprowadzenie akcji nowo powstałego podmiotu do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych, po ich wprowadzeniu do obrotu publicznego, w krótkim terminie jest wprost niemożliwe, ze względu na

<sup>5</sup> W praktyce w większości wypadków zarząd spółki przejmującej jest rozszerzany o niektórych lub też wszystkich członków zarządu spółki przejętej.

<sup>6</sup> Następuje to w sytuacji, gdy spełnione są warunki art. 377, § 2 kodeksu handlowego lub gdy akcjonariusze zdecydowali się powołać radę nadzorczą.

<sup>7</sup> Przeprowadzenie fuzji przez zjednoczenie jest bardziej skomplikowane i czasochłonne, niż przeprowadzenie fuzji przez inkorporację. W wypadku połączenia *per unionem* łączące się spółki muszą dojść do porozumienia co do brzmienia statutu nowej spółki. Statut ten musi uchwalić walne zgromadzenie akcjonariuszy każdej z łączących się spółek (art. 469, § 1 kodeksu handlowego) większością 3/4 głosów oddanych na walnym zgromadzeniu każdej z łączących się spółek (art. 408, § 1 kodeksu handlowego). Uchwalenie statutu nowej spółki jest elementem fuzji. Następnie dokonywane są „akty organizacyjne” nowej spółki (art. 469, § 2 kodeksu handlowego), w końcu wpis nowego podmiotu do rejestru handlowego.

<sup>8</sup> Na mocy tego artykułu nie jest wymagana zgoda KPWiG na wprowadzenie do publicznego obrotu papierów emitenta, który podlegał nieprzerwanie przez okres co najmniej 36 miesięcy obowiązkowi informacyjnym, określonym w przepisach wykonawczych do ustawy. Skutki zgody KPWiG ma wówczas złożenie do Komisji tzw. zawiadomienia o emisji.



regulacje zwarte w regulaminie Giełdy. Zgodnie z tymi uormowaniami warunkiem dopuszczenia akcji do obrotu na tzw. rynku podstawowym jest m.in. osiągnięcie przez spółkę zysku przed opodatkowaniem oraz publiczne ogłoszenie rocznych zweryfikowanych sprawozdań finansowych za ostatnie trzy lata obrotowe (§ 4 lit. k i lit. m regulaminu). W odniesieniu do rynku równoległego wymagane jest natomiast osiągnięcie zysku brutto za ostatni rok obrotowy oraz publiczne ogłoszenie zweryfikowanych sprawozdań finansowych za ostatnie dwa lata obrotowe (§ 5 lit. k i lit. m regulaminu), w odniesieniu zaś do tzw. rynku wolnego regulamin wymaga publicznego ogłoszenia zweryfikowanego sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy (§ 6 lit. h regulaminu).

Tabela 1. Analiza porównawcza wariantów połączenia

Połączenie przez przyłączenie – <i>per incorporationem</i> (art. 463, pkt 1 kodeksu handlowego)	Połączenie przez zjednoczenie – <i>per unionem</i> <sup>9</sup> (art. 463, pkt 1 kodeksu handlowego)
Spółka przyłączająca przejmując majątek oraz wstępuje w prawa i obowiązki spółki przyłączanej	Łączące się spółki tworzą nową spółkę, która przejmując ich majątek oraz wstępuje w ich pra- wa i obowiązki
Spółka przyłączana kończy swój byt prawny	Łączące się spółki kończą swój byt prawny
Działalność spółki przyłączanej kontynuowana jest przez spółkę przyłączającą	Działalność łączących się spółek kontynuowa- na jest przez spółkę utworzoną w jej następ- stwie
Akcjonariusze (udziałowcy) spółki przyłącza- nej otrzymują akcje (udziały) spółki przyłącza- nej w ilości wynikającej z przyjętego tzw. pary- tetu wymiany	Akcjonariusze (udziałowcy) łączących się spółek otrzymują akcje (udziały) w nowo utworzonym podmiocie w miejsce akcji (udziałów) w łączących się spółkach
Spółka przyłączająca zachowuje swój byt praw- ny, dlatego też działalność podmiotu po połą- czeniu regulują akty normatywne obowiązujące w spółce przyłączającej (statut, regulaminy władz spółki) oraz dotyczące jej decyzje admi- nistracyjne	Połączenie polega na utworzeniu nowego podmiotu prawnego, z czym może być zwią- zany obowiązek uzyskania na nowo zezwoleń administracyjnych, co jest istotne wszędzie tam, gdzie działalność gospodarcza wymaga koncesji

<sup>9</sup> warunki, jakie nakłada kodeks handlowy na połączenie przez zjednoczenie sprawiają, że jest ono przykładem tzw. czystej fuzji

Źródło: W. Oleś, M. Rodzyńkiewicz, *op. cit.*, s. 14.

Regulamin nie przewiduje odmiennych zasad dla spółek publicznych powstających w wyniku połączenia przez zjednoczenie. W szczególności bra-kuje regulacji, z których wynikałoby, że obowiązek publikacji sprawozdań finansowych uważa się za spełniony, jeśli spółki łączące się publikowały w odpowiednim okresie te sprawozdania. W związku z obowiązującymi w Polsce regulacjami prawnymi wprowadzenie do obrotu akcji spółki powstałej w wyniku zjednoczenia spółek publicznych (giełdowych) wymagać będzie, w zależności o rynku, odpowiednio ponad 3-, 2- czy też 1-rocznego okresu

funkcjonowania zjednoczonej spółki. Takie uwarunkowania sprawiają, że fuzje należą do rzadkości, gdyż wybierając takie rozwiązanie akcjonariusze łączących się spółek otrzymują w miejsce akcji płynnych i wycenianych na bieżąco przez rynek walory o znaczeniu mniejszej płynności<sup>9</sup>. Porównanie połączenia przez zjednoczenie i przez przyłączenie przedstawiono w tabeli 1.

Niezależnie od sposobu przeprowadzenia połączenia, polskie prawo przewiduje, że w procesach fuzji i przejęć mogą brać udział tylko pomioty o jednolitej formie prawnej. W transakcjach tych mogą uczestniczyć jedynie spółki akcyjne i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, które będą zawierać transakcje między sobą. W wypadku natomiast planowanego połączenia spółki akcyjnej ze spółką z ograniczoną odpowiedzialnością najpierw należy dokonać ujednolicenia form prawnych łączących się podmiotów, a więc albo przekształcić spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę akcyjną, albo postąpić odwrotnie.

### 3. Połączenie przez przyłączenie spółek akcyjnych

Połączenie *per incorporationem* może przebiegać w dwojaki sposób<sup>10</sup>:

– bez podwyższania kapitału akcyjnego, co jest możliwe, gdy spółka przejmująca jest właścicielem akcji spółki przejmowanej lub gdy spółka przejmująca może wydać akcjonariuszom spółki przejmowanej swojej własne akcje zakupione w tym celu na rynku (jednakże w ilości nie większej niż jedna dziesiąta jej kapitału akcyjnego);

– z jednoczesnym podwyższeniem kapitału akcyjnego spółki przyłączającej. Wariant połączenia bez podwyższenia kapitału akcyjnego może być realizowany przede wszystkim w sytuacjach, gdy spółka przejmująca posiada wszystkie akcje spółki przejmowanej, czyli spółka przejmowana jest w 100% podmiotem zależnym od spółki przejmującej. W wyniku połączenia akcje, które posiada spółka przejmująca w spółce przejmowanej, przestają istnieć. Ekonomicznym substratem utraty praw z tytułu akcji przysługujących spółce przejmującej jest natomiast majątek spółki przejmowanej, co powoduje, że w konsekwencji wartość aktywów pozostaje bez zmian.

Jeśli spółka przejmująca posiada tylko część akcji przejmowanej spółki, istnieją dwie możliwości przyłączenia:

– bez podwyższenia kapitału akcyjnego. Spółka przejmująca może skupić na rynku część swoich akcji (do 10% kapitału akcyjnego), aby wydać je innym akcjonariuszom spółki przejmującej, akcje zaś, które sama posiada w tej spółce, przestają istnieć,

– z podwyższeniem kapitału akcyjnego. Spółka przejmująca może skupić na rynku część swoich akcji (do 10% kapitału akcyjnego), aby wydać je innym akcjonariuszom spółki przejmującej, akcje zaś, które sama posiada w tej spółce, przestają istnieć,

<sup>9</sup> W sytuacji, gdy łączą się banki, dodatkowym wymogiem jest uzyskanie zgody administracyjnej zezwalającej na jego połączenie.

<sup>10</sup> W. Oleś, M. Rodzyńkiewicz, *op. cit.*, s. 15.

– z częściowym podwyższeniem kapitału akcyjnego. Jeśli spółka przejmująca jest kapitałowo powiązana ze spółką przejmowaną, to może ona częściowo podwyższyć swój kapitał akcyjny o wielkość przekraczającą sumę akcji spółki przejmowanej posiadających w posiadaniu spółki przejmującej. Nowo wyemitowane akcje wydawane są wyłącznie pozostałym akcjonariuszom spółki przejmowanej. Akcje spółki przejmowanej będące w posiadaniu spółki przejmującej tracą natomiast byt prawny.

W obydwu wypadkach spółka przyłączająca wprowadza nową emisję akcji, które zostają wydane akcjonariuszom spółki przyłączanej w zamian za majątek tej spółki. W konsekwencji spółka przyłączana jest wykreślana z rejestru handlowego z chwilą odnotowania wzrostu kapitału akcyjnego w spółce przyłączającej, a akcjonariusze spółki przyłączanej stają się akcjonariuszami spółki przyłączającej. Najczęściej spotykanym wariantem fuzji jest połączenie dokonywane z pełnym podwyższeniem kapitału akcyjnego spółki przejmującej.

„Klasyczna fuzja opiera się na założeniu, że jej uczestnikami są dwa (lub więcej) równoprawne podmioty. Takie założenie powinno przekładać się na sytuację akcjonariuszy łączących się spółek po połączeniu, tzn. pozycja tych akcjonariuszy w połączonym podmiocie nie powinna ulec pogorszeniu”<sup>11</sup>. Pozwała to stwierdzić, że liczba akcji, a szczególnie liczba głosów z akcji, przysługujących dotychczasowym akcjonariuszom podmiotu przyłączającego oraz akcjonariuszom podmiotu przyłączanego, powinna być porównywalna do sytuacji sprzed połączenia<sup>12</sup>. Dlatego podstawowym problemem, jaki pojawia się zarówno w wypadku połączenia z pełnym, jak i z częściowym podwyższeniem kapitału akcyjnego jest ustalenie parytetu wymiany akcji, czyli ustalenie liczby akcji spółki przejmującej, jaką otrzymają akcjonariusze spółki przejmowanej za każdą dotychczasową akcję tej spółki.

Jeśli spojrzeć na „idealny model”, tzn. gdy połączenie będzie opierać się na parytecie 1:1 i ponadto okaże się, że przed połączeniem zachodzą dysproporcje w wielkości kapitałów akcyjnych łączących się spółek, to mechanizmem służącym do zniwelowania tych różnic będzie tzw. wewnętrzne podwyższenie kapitału akcyjnego w jednej ze spółek, które polega na przeniesieniu na kapitał akcyjny środków zgromadzonych w ramach kapitału zapasowego lub funduszy (kapitałów) rezerwowych<sup>13</sup>.

Wzrost kapitału akcyjnego finansowanego z własnych środków spółki może odbywać się w dwojaki sposób:

- w drodze emisji nowych akcji, tzw. akcji gratisowych,
- poprzez podniesienie nominalu dotychczasowych akcji.

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 24.

<sup>12</sup> Udział akcjonariuszy spółek łączących się w spółce powstałej w wyniku zjednoczenia powinien być względnie proporcjonalny.

<sup>13</sup> Rozwiązanie to może być również stosowane, jeśli akcjonariusze jednej z łączących się spółek (przy braku zastrzeżeń ze strony akcjonariuszy drugiej spółki) stwierdzą, że wartość ich spółki jest większa od wartości partnera połączenia i w drodze wewnętrznego podwyższenia kapitału akcyjnego pragną zapewnić sobie większą liczbę głosów w nowym podmiocie.

W wyniku podwyższenia kapitału akcyjnego w drodze emisji nowych akcji akcjonariusze otrzymują nowe (darmowe) akcje w odpowiedniej proporcji do dotychczas posiadanych (x akcji emisji gratisowej za jedną dotychczas posiadaną akcję). Prawo do objęcia akcji gratisowych przysługuje wyłącznie dotychczasowym akcjonariuszom spółki proporcjonalnie do ich dotychczasowego udziału w kapitale wewnętrznym. W obrocie publicznym wykształciła się praktyka oferowania akcji gratisowych w trybie realizacji prawa poboru, tzn. przy analogicznym wykorzystaniu procedury Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, jakie przewidziane są dla obsługi prawa poboru<sup>14</sup>.

W wypadku podwyższenia kapitału akcyjnego w wyniku podniesienia nominalu istniejących akcji mamy do czynienia z tzw. ostepowaniem istniejących akcji spółki. Jego celem jest uwidocznienie na nich procesu podwyższenia wartości akcji, podobnie jak ma to miejsce w wypadku obniżenia kapitału akcyjnego przez zmniejszenie nominalnej wartości akcji<sup>15</sup>. Taki sposób podwyższenia kapitału akcyjnego sprawia, że liczba akcji nie ulega zmianie, a zatem w rękach akcjonariuszy pozostaje taki sam wolumen akcji, lecz o wyższej niż dotychczas wartości nominalnej<sup>16</sup>.

Dodać trzeba, że aby możliwe było przeprowadzenie wewnętrznego podwyższenia kapitału akcyjnego, rozwiązanie takie musi przewidywać statut spółki. Dlatego planując fuzję, która ma być poprzedzona wewnętrznym podwyższeniem kapitału akcyjnego w jednej ze spółek, należy dopilnować, aby odpowiedni zapis znalazł się w statucie spółki.

#### 4. Regulacje antymonopolowe

Procesy fuzji i przejęć obejmują niemal wszystkie dziedziny prawa. Prawo cywilne i handlowe reguluje formy prawne, w jakich dokonywane są transakcje, uprawnienia zaś do ograniczania procesu łączenia się i przejmowania przedsiębiorstw reguluje prawo antymonopolowe. Wynika to z faktu, że celem niektórych fuzji i przejęć może być chęć osiągnięcia dominującej pozycji w danym sektorze<sup>17</sup>. Pod pojęciem podmiotu posiadającego dominującą pozycję na rynku, w myśl ustawy, należy rozumieć taką jednostkę, która nie spotyka się z istotną konkurencją na rynku krajowym lub lokalnym. Ma to miejsce w sytuacji, gdy podmiot gospodarczy posiada co najmniej 40% udział w rynku.

<sup>14</sup> Procedurę tę wykorzystano przy połączeniu Polifarmu-Cieszyń SA i Polifarmu-Wrocław SA. Akcjonariusze Polifarmu-Cieszyń SA otrzymali akcje gratisowe w celu wewnętrznego podwyższenia kapitału akcyjnego.

<sup>15</sup> Art. 400, § 1 oraz art. 442 kodeksu handlowego.

<sup>16</sup> Kodeks handlowy określa wyłącznie minimalną wartość nominalną akcji (1 zł – art. 340, § 1 kodeksu handlowego), brakuje natomiast regulacji w zakresie maksymalnej dopuszczalnej wartości nominalnej akcji.

<sup>17</sup> Dzieje się tak zwłaszcza w wypadku, gdy do transakcji łączenia się podmiotów dochodzi w sektorach rozwiniętych.

W takich wypadkach możliwa jest ingerencja Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, który może zablokować fuzję lub przejęcie.

Zakres kompetencji Urzędu reguluje Ustawa o przeciwdziałaniu praktykom antymonopolowym<sup>18</sup>. Zadaniem tych regulacji jest ochrona wolnej konkurencji poprzez:

- wszczynanie postępowań przeciwko podmiotom mającym dominującą pozycję na rynku i stosującym praktyki monopolistyczne,
- zapobieganie nadmiernej koncentracji jednostek gospodarczych.

Za praktyki monopolistyczne uważać należy porozumienia polegające na:

- ustalaniu cen oraz zasad ich kształtowania między konkurentami w stosunkach z osobami trzecimi,
- podziale rynku według kryteriów terytorialnych, asortymentowych lub podmiotowych,
- ograniczaniu dostępu do rynku lub eliminowaniu z rynku podmiotów gospodarczych nie objętych porozumieniem,
- ustalaniu lub ograniczaniu wielkości produkcji, sprzedaży lub skupu towarów,
- ustalaniu przez konkurentów lub ich związki warunków umów zawieranych z osobami trzecimi.

Za praktyki takie uważane jest również nadużywanie pozycji dominującej poprzez np. narzucanie uciążliwych warunków umów czy też odmowę skupu towarów dyskryminującą niektóre podmioty.

Zgodnie z ustawą antymonopolową, stosowanie praktyk monopolistycznych jest zakazane, a czynności prawne dokonywane w takim wypadku są nieważne. Nie zabrania się natomiast procesów koncentracyjnych, nawet jeśli w ich wyniku podmiot uzyskuje lub wzmacnia dominującą pozycję na rynku. Wynika to z faktu, że procesy integrowania się przedsiębiorstw są zjawiskiem zwiększającym produktywność i konkurencyjność podmiotów i wprowadzenie bezwzględ- nego zakazu łączenia się byłoby posunięciem nieracjonalnym. Dlatego też pol- skie prawo wskazuje następujący sposób postępowania<sup>19</sup>.

- jeśli przedsiębiorstwa łączące się spełniają określone warunki, to są one zobowiązane do powiadomienia o zamiarze połączenia Urząd Ochrony Kon- kurencji i Konsumentów,
- w pewnych sytuacjach Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów może wyznaczyć warunki połączenia lub zakazać takiej transakcji.

Ustawa o przeciwdziałaniu praktykom monopolistycznym wprowadza konieczność zgłaszania zamiaru połączenia podmiotów gospodarczych w wypadku, gdy<sup>20</sup>:

<sup>18</sup> Ustawa z dnia 24 II 1990 r. o przeciwdziałaniu praktykom antymonopolistycznym, Dz.U. 1995, nr 80, poz. 405, tekst jednolity z późn. zm.

<sup>19</sup> *Fuzje i przejęcia...*, s. 109.

<sup>20</sup> Ustawa z dnia 24 II 1990 r. o przeciwdziałaniu praktykom monopolistycznym art. 11, ust. 1 i 2, pkt 1.

- łączna wartość rocznej sprzedaży łączących się jednostek w roku kalen- daryjnym poprzedzającym rok zgłoszenia zamiaru połączenia przekracza 5 mln ecu<sup>21</sup>,

- zamiar dotyczy nabycia lub przejęcia w posiadanie jednokrotnie lub wie- lokrotnie w ciągu 12 kolejnych miesięcy zorganizowanej części mienia pod- miotu gospodarczego, jeśli łączna wartość tego mienia przekracza 2 mln ecu,
- zamiar połączenia dotyczy objęcia lub nabycia akcji (udziałów) innego podmiotu gospodarczego, co spowoduje osiągnięcie lub przekroczenie 10%, 25%, 33% lub 50% liczby głosów na walnym zgromadzeniu (zgromadzeniu wspólników), jeśli łączna wartość rocznej sprzedaży obu podmiotów przekra- cza 5 mln ecu,

- zamiar połączenia dotyczy objęcia lub nabycia przez instytucje finansowe – dla których obrót papierami wartościowymi jest przedmiotem działalności gospodarczej – akcji (udziałów) innego podmiotu gospodarczego, co spowo- duje osiągnięcie lub przekroczenie 10%, 25%, 33% lub 50% liczby głosów na walnym zgromadzeniu (zgromadzeniu wspólników), jeśli łączna wartość rocz- nej sprzedaży obu podmiotów przekracza 5 mln ecu,
- zamiar dotyczy przejęcia w inny sposób, bezpośrednio lub pośrednio, kon- trolii nad innym podmiotem gospodarczym, jeśli łączna wartość rocznej sprze- dazy łączących się podmiotów przekracza 5 mln ecu.

Z obowiązku tego zwolnione natomiast są:

- instytucje finansowe, których przedmiotem działalności jest obrót papie- rami wartościowymi, gdy nabywają lub obejmują akcje (udziały) z zamiarem ich zbycia przed upływem jednego roku i z równoczesnym niewykonaniem do tego czasu praw z akcji (udziałów) oprócz prawa do dywidendy oraz prawa do zbycia akcji (udziałów),
- nabywane akcje są dopuszczane do obrotu publicznego, w takiej sytuacji stosuje się przepisy wynikające z zasad nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych.

Powyższe rozważania pozwalają na stwierdzenie, że kontroli Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów podlegają nie tylko duże transakcje, lecz także fuzje oraz przejęcia małych i średnich podmiotów. Obowiązek zgłasza- nia zamiaru przejęcia dotyczy nie tylko zakupu czy objęcia akcji (udziałów), lecz także innych form bezpośredniej lub pośredniej kontroli nad podmiotami gospodarczymi, osiągającymi przychody w wysokości ponad 5 mln ecu. Spra- wia to, że zakres kontroli Urzędu jest bardzo szeroki. Obowiązek zgłaszania zamiaru fuzji lub przejęcia spoczywa na wszystkich uczestnikach procesów integracyjnych. W ciągu 14 dni od podpisania umowy spółki są zobowiązane

<sup>21</sup> Wartość ecu podlega przeliczeniu na złote według kursu kupna walut obcych ogłoszanego przez Narodowy Bank Polski z ostatniego dnia roku kalendarzowego poprzedzającego rok zgło- szenia zamiaru połączenia spółek. Łączna wartość rocznej sprzedaży towarów obejmuje zarówno sprzedaż dokonywaną przez podmiot dominujący, jak i zależny (art. 4, pkt 16 ustawy z dnia 21 VIII 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi).



do złożenia tzw. notyfikacji Urzędowi Ochrony Konkurencji i Konsumentów<sup>22</sup>. Mają one obowiązek poinformować Urząd o<sup>23</sup>:

- rodzaju, przyczynach i zakresie połączenia,
  - charakterystyce podmiotów gospodarczych uczestniczących w połączeniu, obszarze ich działania oraz ich związkach z innymi podmiotami gospodarczymi,
  - udziale podmiotów gospodarczych w poszczególnych rynkach.
- Na podstawie dostarczonych Urzędowi informacji po przeanalizowaniu wniosku prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów może:
- zakazać połączenia podmiotów gospodarczych, gdyby w jego wyniku podmioty uzyskały lub umocniły pozycję dominującą na rynku (wcześniej prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów może przedstawić warunki umożliwiającej połączenie),
  - nie zgłosić zastrzeżeń co do zamiaru połączenia.

W trakcie oczekiwania na wydanie decyzji w sprawie ewentualnego połączenia przez Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów podmioty, które mają wziąć udział w transakcji, są zobligowane do powstrzymania się od jakichkolwiek działań, które mogłyby doprowadzić do uzyskania lub umocnienia pozycji dominującej na rynku. Jeżeli zgłoszenie nie będzie zawierało braków formalnych, to Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów w terminie do 2 miesięcy powinien:

- zawiadomić zgłaszającego o braku zastrzeżeń co do planowanego połączenia. W momencie gdy Urząd zawiadomi wnioskodawcę o braku zastrzeżeń co do zamiaru połączenia, sąd rejestrowy może dokonać wpisu do rejestru sądowego. Wpisu można także dokonać w sytuacji, gdy podmiot gospodarczy wykaze, że zamiar połączenia nie podlega obowiązkowi zgłoszenia do Urzędu;
- wydać decyzję zakazującą połączenia, przy czym może to uczynić tylko wówczas, gdyby w wyniku połączenia łączące się spółki uzyskały lub umocniły pozycję dominującą na rynku. Zanim prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów wyda decyzję zakazującą połączenia, może także przedstawić warunki, na jakich połączenie może nastąpić, wyznaczając równocześnie podmiotom łączącym się termin na ustosunkowanie się do podanej propozycji. Natomiast, jeżeli zgłoszenie zawiera istotne braki formalne, tzn. nie spełnia warunków przewidzianych w Ustawie, Urząd w ciągu 14 dni od złożenia zgłoszenia zwróci je podmiotowi zgłaszającemu ze skutkiem pozostawienia sprawy do rozpoznania. Urząd ma także prawo wezwać zgłaszającego do usunięcia wskazanych braków lub uzupełnienia informacji we wskazanym terminie, pod

<sup>22</sup> Niezgłoszenie w ciągu 14 dni podpisania umowy o połączeniu upoważnia Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów do nałożenia kary pieniężnej w wysokości do 1% przychodów za każdy rozpoczęty miesiąc niewykonania obowiązku zgłoszenia (art. 15 a, ust. 1, pkt 1 ustawy antymonopolowej).

<sup>23</sup> Ustawa z dnia 24 II 1990 r. o przeciwdziałaniu praktykom antymonopolistycznym, Dz. U. 1995, nr 80, poz. 405, tekst jednolity z późn. zm.

rygiorem nałożenia – w razie bezskutecznego upływu tego terminu – kary pieniężnej na osobę kierującą danym podmiotem (np. prezesa zarządu spółki).

Podmioty, które nie podporządkują się decyzji Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, podlegają surowym sankcjom. W wypadku niewykonania postanowień Urzędu podmiot podlega karze pieniężnej za każdy miesiąc niewykonania decyzji w wysokości 1% jednej dwunastej części przychodów przedsiębiorstwa z poprzedniego roku podatkowego. Kary pieniężne nakładane są również na menedżerów podmiotów nie stosujących się do decyzji Urzędu<sup>24</sup>.

Jeśli w połączeniu bierze udział spółka publiczna, to w ciągu 24 godz. od chwili podpisania umowy jest ona zobowiązana do przekazania informacji o tym zdarzeniu Komisji Papierów Wartościowych i Agencji prasowej w postaci tzw. raportu bieżącego. Wynika to z regulacji prawnych, jakim podlegają te procesy.

## 5. Regulacje Komisji Papierów Wartościowych

Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi reguluje szczególne zasady związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji, a więc z przejmowaniem kontroli nad spółkami publicznymi<sup>25</sup>. Nakłada ono na podmioty obowiązek informowania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów o nabywaniu lub zbywaniu akcji spółek publicznych. Konieczność taka zachodzi w wypadku, gdy:

- w wyniku nabycia akcji spółki publicznej podmiot przekroczył 5% albo 10% liczby głosów na walnym zgromadzeniu,
- podmiot posiadał przed zbyciem akcji spółki publicznej zapewniające co najmniej 5% albo co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, a w wyniku zbycia stał się posiadaczem akcji zapewniających odpowiednio nie więcej niż 5% albo nie więcej niż 10% liczby głosów,
- podmiot nabył lub zbył akcje, co zmieniło liczbę głosów (ponad 10%) o co najmniej 2% głosów na walnym zgromadzeniu.

W każdej z powyższej przedstawionych sytuacji na jednostce spoczywa obowiązek poinformowania o zaistniałej sytuacji agencji informacyjnej oraz spółki

<sup>24</sup> W wypadku fuzji banków przedstawiona procedura kształtuje się inaczej. Na mocy art. 11, ust. 3 ustawy antymonopolowej obowiązek zgłoszenia Urzędowi Ochrony Konkurencji i Konsumentów zamiaru łączenia banków dotyczy banków, dla których łączna wartość ich funduszy własnych przekracza 50 mln eu na koniec roku kalendarzowego poprzedzającego rok zgłoszenia zamiaru połączenia. Ponadto w wypadku łączenia banków decyzja zakazująca połączenia albo zawiadomienie o braku zastrzeżeń powinny nastąpić w ciągu 2 tygodni od daty zgłoszenia zamiaru połączenia. Również na mocy ustawy Prawo bankowe art. 124 banki w formie spółek akcyjnych mogą łączyć się zarówno przez zjednoczenie, jak i przez inkorporację. W wypadku fuzji przez zjednoczenie, bank powstały w wyniku takiego połączenia powinien spełniać wymogi dotyczące utworzenia banku, tj. wymogi zawarte w art. 30 i kolejnych prawa bankowego. W wypadku połączenia zaś przez przyłączenie jednego lub kilku banków wymagana jest zgoda Komisji Nadzoru Bankowego.

<sup>25</sup> Ustawa z dnia 21 VIII 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754.

prowadzącej giełdę lub rynek pozagiełdowy<sup>26</sup>. Jeśli natomiast podmiot zamierza zakupić akcje spółki publicznej, po nabyciu których przekroczy 25%, 33% lub 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, to wymaga to zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. W ciągu 14 dni od otrzymania zawiadomienia o takim zamiarze Komisja albo udziela zgody na nabycie akcji i przekazuje agencji informacyjnej informacje o zamiarach inwestora giełowego, lub też odmawia zgody na nabycie. Jeśli Komisja stwierdzi, że nabycie akcji spowodowałoby naruszenie przepisów ustawy lub zagrażałoby interesowi państwa lub gospodarki narodowej, wówczas wydaje decyzję odmowną.

Szczególny tryb nabywania akcji pojawia się w sytuacji, gdy inwestor zamierza nabyć akcje, które zapewnią mu co najmniej 10% akcji na walnym zgromadzeniu. Nabycie takie może nastąpić jedynie w efekcie publicznego wezwania do zapisów na sprzedaż lub zamianę akcji. W takiej sytuacji podmiot nabywający ma obowiązek złożyć w banku zabezpieczenie w wysokości 50% wartości nabywanych akcji. Dom maklerski informuje Komisję Papierów Wartościowych i Giełd oraz spółkę prowadzącą giełdę lub rynek pozagiełdowy o zamiarze ogłoszenia wezwania i dokonuje takiego ogłoszenia.

Podmiot wzywający do zapisów na sprzedaż lub zamianę akcji może odstąpić od wezwania tylko w wypadku, jeśli inny podmiot ogłosił publiczne wezwanie dotyczące tych samych akcji. W sytuacji natomiast, gdy podmiot staje się posiadaczem ponad 50% liczby głosów na walnym zgromadzeniu, jest zobowiązany do ogłoszenia wezwania do zapisu na sprzedaż akcji lub zamianę pozostałych akcji tej spółki oraz do zbycia przed wykonaniem prawa głosu takiej liczby akcji, aby dysponować nie więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu.

## 6. Zakończenie

W ostatnich latach daje się zauważyć wyraźny wzrost liczby łączących się podmiotów. Fuzje spółek akcyjnych stają się coraz częstszym zjawiskiem w polskiej gospodarce. Wynika to z faktu, że łączenie się podmiotów w silniejsze kapitałowo jednostki jest jednym z możliwych sposobów pozwalających na osiągnięcie korzystnej pozycji konkurencyjnej na rynku. Dotyczy to nie tylko dużych jednostek, ale w równym zakresie także mniejszych podmiotów. Zaostrzająca się konkurencja oraz coraz szybciej rozwijający się sektor usług finansowych sprawia, że większe banki nabywają mniejsze podmioty. Można to również odnieść do towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, które łączą się, aby sprostać konkurencji.

Rynek fuzji i przejęć w Polsce zaczyna się dopiero rozwijać. Zmianie ulegnie jego struktura na skutek zakończenia procesów prywatyzacyjnych, których miejsce zajmą transakcje zawierane pomiędzy spółkami publicznymi i prywat-

<sup>26</sup> Fuzje i przejęcia..., s. 107.

nymi. Procesy te mogą zostać ograniczone przez zbyt trudny dostęp do kapitałów oraz brak odpowiednich instrumentów finansowych niezbędnych do finansowania transakcji łączenia się podmiotów, chociaż, jak twierdzi M. Lewandowski, „bariera ta powinna być jednak stopniowo eliminowana z jednej strony przez spadek inflacji i stóp procentowych, z drugiej zaś przez akumulację i koncentrację kapitału, m.in. dzięki powstawaniu funduszy wspólnego inwestowania oraz funduszy emerytalnych, napływowi kapitału zagranicznego wraz ze wzrostem znaczenia Polski w rankingu inwestycyjnym oraz intensyfikacji działań dużych polskich przedsiębiorstw na rynku kapitałowym”<sup>27</sup>.

Najistotniejszą barierą na drodze rozwoju fuzji i przejęć są niejasne i często zbyt rygorystyczne regulacje prawne, dotyczące szczególnie połączenia przez zjednoczenie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Pomimo że podejmowane są próby odpowiednich zmian przepisów prawa, jednak dotychczas w polskim prawie trudno byłoby znaleźć kompleksowe regulacje dotyczące procesów fuzji i przejęć, odpowiadające wymogom współczesnej gospodarki rynkowej. Dotyczy to nie tylko prawa cywilnego czy handlowego, ale także ustawy o rachunkowości w zakresie metod konsolidacji sprawozdań finansowych, jak również prawa podatkowego, gdzie wiele pozostaje kwestii niejasnych i wymagających szczegółowego wyjaśnienia.

## Literatura

- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998.  
 Oleś W., Rodzyńkiewicz M., *Koncentracja i przekształcenia podmiotów gospodarczych. Zagadnienia wybrane*, cz. I, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.  
 Ustawa z dnia 21 VIII 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. 1997, nr 118, poz. 754.  
 Ustawa z dnia 24 II 1990 r. o przeciwdziałaniu praktykom antymonopolistycznym, Dz.U. 1995, nr 80, poz. 405, tekst jednolity z późn. zm.

## The Legal Framework for Mergers and Acquisitions in Poland

Rapidly changing economic conditions, the growing intensity of globalisation, the sharpening of competition between companies, and the successive appearance of new financial instruments all mean that companies are integrating more and more often. This is also true of Poland, where the number of mergers and acquisitions is rising. This concerns both large and small companies.

This paper aims to present the admissible ways of integrating companies in Poland, and to examine the scope of anti-monopoly regulation where it is relevant to these processes.

<sup>27</sup> Fuzje i przejęcia..., s. 52.